

**LA CRISE FINANCIÈRE:
CAUSES, CONSÉQUENCES, SOLUTIONS**

by

Pascal Salin

A version of this text in Italian is published in March 2009 in the book “La crisi ha ucciso il libero mercato” - Torino, Istituto Bruno Leoni.

www.institutconstant.ch

Kindly authorized by the author.

Reproduced by The European House-Ambrosetti for internal use only during the Forum "Market Leaders and Scenarios for the 21st Century", Villa d'Este - Cernobbio - March 13, 14 and 15, 2009.



INSTITUT CONSTANT
DE REBECQUE

La crise financière : causes, conséquences, solutions

PASCAL SALIN*

La crise financière actuelle est l'occasion pour beaucoup de commentateurs de chanter le refrain habituel sur l'instabilité chronique du capitalisme et sur la nécessité d'un renforcement de la réglementation des marchés que l'on appelle d'ailleurs, de manière erronée, une régulation des marchés financiers. C'est pourtant une leçon toute différente que l'on devrait tirer de la crise actuelle, à savoir que la meilleure régulation passe par le libre fonctionnement des marchés et non par leur réglementation.

1. L'échec d'un État pas assez libéral

La crise financière actuelle est l'occasion pour beaucoup de commentateurs de chanter le refrain habituel sur l'instabilité chronique du capitalisme et sur la nécessité d'un renforcement de la réglementation des marchés que l'on appelle d'ailleurs, de manière erronée, une régulation des marchés financiers. C'est pourtant une leçon toute différente que l'on devrait tirer de la crise actuelle, à savoir que la meilleure régulation passe par le libre fonctionnement des marchés et non par leur réglementation.

La cause essentielle de cette crise provient en effet de l'extraordinaire variabilité de la politique monétaire américaine au cours des années récentes. Or, celle-ci est bien évidemment décidée par des autorités publiques et non déterminée par le marché. C'est ainsi que la Fed est passée d'un taux d'intérêt de 6,5 % en 2000 à un taux de 1,75 % fin 2001 et 1 % en 2003. Il y eut ensuite une lente remontée à partir de 2004 jusqu'à atteindre 4,5 % en 2006. Pendant toute la période

de bas taux d'intérêt et de crédit facile, le monde a été submergé de liquidités. Afin de profiter de cette magnifique occasion de profits faciles, les établissements financiers ont accordé des crédits à des emprunteurs de moins en moins fiables, comme l'a montré la crise des « subprimes ». Lorsque l'on est revenu à des taux d'intérêt plus normaux, les excès du passé sont apparus au grand jour : c'est l'éclatement de la « bulle financière ».

Or, les conséquences néfastes de cette politique ont été aggravées par plusieurs phénomènes. Tout d'abord, le sens de la responsabilité à l'égard du risque est émué parce qu'il est implicitement admis que les autorités publiques ne laisseraient pas se produire des faillites importantes en cas de difficultés (ce que confirme en partie le comportement actuel des autorités américaines). En particulier, les deux grands pourvoyeurs de crédits « subprime », Fannie Mae et Freddie Mac – initialement créés par l'État américain – bénéficiaient de garanties étatiques privilégiées qui les ont conduits à prendre des risques très excessifs.

Par ailleurs, la réglementation financière elle-même est la source d'effets pervers. Il en est ainsi de l'obligation imposée aux banques par l'accord de Bâle II de maintenir un ratio de fonds propres égal à 8 % de leurs avoirs. Devant les opportunités de gain formidables créées par la politique de bas taux d'intérêt de la Fed, les banques ont voulu développer au maximum leurs crédits, tout en maintenant le ratio imposé par la réglementation. Dans ce dessein, elles ont cherché à contourner la réglementation - comme cela est toujours le cas - en se débarrassant d'une partie de leurs encours vers d'autres organismes, par exemple fonds d'investissement et SIVs (Structured investment vehicles). Une partie des crédits accordés par les banques ont ainsi disparu de leurs bilans, leur permettant d'accroître leurs prêts dans le respect apparent de la réglementation.

Certes, on peut considérer comme souhaitable que les fonds propres soient « suffisants » par rapport aux fonds prêtés. D'ailleurs, au XIX^e siècle, les fonds propres des banques représentaient le plus souvent 60 à 80 % de leurs bilans : les banquiers prêtaient les fonds qui appartenaient à leurs actionnaires et le ratio élevé (et désiré) de fonds propres constituait une garantie formidable de stabilité pour les actionnaires comme pour les clients des banques. Les banquiers étaient alors de vrais capitalistes – c'est-à-dire des propriétaires de capital – et, en tant que tels, ils étaient responsables.

À notre époque, on a cru possible de fonder le développement économique sur le crédit et non pas sur les fonds propres. Par ailleurs, une grande partie du crédit provient d'une création ex nihilo, à savoir la politique monétaire expansionniste, et non d'une épargne volontaire. Simultanément, le dépérissement du capitalisme - résultant lui-même bien souvent de l'interventionnisme étatique - a fait en sorte que les grandes banques ne sont plus dirigées par des capitalistes, propriétaires du capital, mais par des managers qui, ne supportant pas eux-mêmes les risques de l'actionnaire, sont tentés de maximiser les profits à court terme.

Dans le monde capitaliste du XIX^e siècle - plus stable que le monde financier actuel - le crédit bancaire résultait des décisions des actionnaires des banques. Dans l'univers étatisé de notre époque, c'est le contraire qui se passe : on impose arbitrairement un ratio de fonds propres qui ne fait que mimer un vrai monde capitaliste ; mais cela conduit à l'apparition de bulles financières : les établissements de crédit maximisent le montant de leurs crédits et essaient ensuite par différentes manipulations, de présenter un ratio de fonds propres conforme à la réglementation. Une réglementation qui impose un résultat ne remplacera jamais le libre jeu des décisions d'êtres humains responsables (c'est-à-dire capitalistes). C'est pourquoi les appels constants lancés de nos jours en faveur d'une plus forte réglementation des marchés financiers ne sont pas fondés.

Certes, on peut reprocher aux établissements financiers de n'avoir pas été plus prudents. Cela résulte des structures institutionnelles de notre époque que nous avons rappelées. Mais cela reflète aussi le fait que l'information ne peut jamais être parfaite : un système capitaliste n'est pas parfaitement stable, mais il est plus stable qu'un système centralisé et étatique. C'est pourquoi, au lieu de stigmatiser une prétendue instabilité du capitalisme financier, on devrait stigmatiser l'extraordinaire imperfection de la politique monétaire. On peut regretter que les managers des grandes banques n'aient pas été plus lucides et n'aient pas mieux évalué les risques qu'ils prenaient dans un monde où la politique monétaire est fondamentalement déstabilisatrice. Mais c'est précisément et surtout ce caractère déstabilisant de la politique monétaire que l'on doit déplorer. Arrêtons donc les procès faits à tort au capitalisme et recherchons au contraire le moyen de libérer les marchés financiers de l'emprise étatique.

2. Liberté des marchés, régulation, taux d'intérêt

Cette crise a ressuscité des idées maintes fois exprimées. Il semble acquis dans l'opinion, en particulier, que les marchés sont certes efficaces, mais qu'ils sont « court-termistes » et même aveugles. Il en résulterait donc que les États devraient les « réguler » et qu'il conviendrait même de mettre en place des procédures de coopération internationale pour favoriser une « régulation mondiale », dans la mesure où les marchés financiers sont eux-mêmes mondialisés.

Il y a de ce point de vue une ambiguïté de langage qui recouvre en fait des ambiguïtés conceptuelles. En effet, quand on parle de régulation à notre époque, on suggère implicitement que celle-ci implique un accroissement des pouvoirs réglementaires et des pouvoirs de contrôle des autorités publiques. Cette confusion est alimentée par un manque de précision linguistique : on confond « régulation » et « réglementation », peut-être parce que le terme *regulation* en anglais ne signifie pas « régulation », mais « réglementation », ce qui induit l'idée qu'il y a équivalence entre les deux termes. Or, ceci est totalement erroné. En effet, l'un des grands mérites du

fonctionnement des marchés libres c'est qu'ils permettent la « régulation » de l'activité économique par un système de type cybernétique où les actions de ceux qui interviennent sur les marchés apportent de nouvelles informations qui les conduisent à s'ajuster continuellement à leur environnement.

Bien entendu, cette régulation n'est jamais parfaite, tout simplement parce que l'information ne peut jamais être parfaite. C'est pourquoi on a tort de comparer le fonctionnement effectif des marchés à un idéal impossible à atteindre d'information parfaite et donc de stabilité économique parfaite. Et l'on a évidemment également tort de penser qu'il est possible de se rapprocher de cet idéal par une réglementation (une « régulation étatique ») qui supposerait une information parfaite. On doit en effet se demander par quel miracle un petit nombre d'hommes, chargés de réglementer et de contrôler les autres, pourraient détenir des informations meilleures et plus nombreuses que les innombrables intervenants des marchés. On peut en trouver une illustration dans le fonctionnement des marchés financiers et, en particulier, dans les événements récents.

Pour bien comprendre l'émergence des crises financières de notre époque, il peut être utile de garder à l'esprit un modèle de référence que nous définirons à partir de deux caractéristiques :

a) une monnaie « stable » ou, plus précisément, l'existence d'un système monétaire dans lequel une création monétaire arbitraire est impossible. Dans un système de ce type, la politique monétaire ne peut pas exister, c'est-à-dire qu'aucune autorité publique ne peut faire varier à son gré la quantité de monnaie, créant des phases d'inflation ou de déflation. Une telle situation correspond, par exemple, à ce que l'on a pu connaître dans un système d'étalon-or dans lequel non seulement l'or sert de monnaie de base, mais où, par ailleurs, il est impossible de démultiplier indéfiniment la quantité de monnaie en créant arbitrairement des billets de banque ou des dépôts bancaires gagés par une couverture en or décroissante. Dans ce cas, les prix ne sont certes pas stables, car la quantité de monnaie peut varier par rapport à la quantité de biens et d'actifs financiers, mais ils évoluent lentement et de manière relativement prévisible ;

b) une épargne abondante et volontaire, c'est-à-dire qu'elle correspond aux désirs des individus de renoncer à une consommation présente pour obtenir des ressources plus abondantes dans le futur. Cette épargne se répartit entre des fonds propres, rémunérés par un taux de rendement risqué et donc variable, et des fonds prêtables rémunérés par un taux d'intérêt fixé à l'avance de manière contractuelle entre prêteurs et emprunteurs.

Il faut le rappeler, le taux d'intérêt peut être défini comme le prix du temps. Il est révélé sur le marché des fonds prêtables par la confrontation des prêteurs et des emprunteurs. Le comportement des prêteurs est déterminé par leur « préférence pour le temps », c'est-à-dire qu'ils demandent une compensation – le taux d'intérêt –

pour renoncer à leur préférence pour le présent. Le comportement des emprunteurs, en particulier propriétaires de fonds propres, est déterminé par le taux de rendement qu'ils espèrent obtenir par l'usage des ressources empruntées.

Normalement, il n'y a pas de raison pour que le taux d'intérêt ainsi déterminé change brutalement et profondément. En effet, les déterminants de ce taux – la préférence pour le temps et le rendement du capital – n'évoluent que lentement et dans des limites étroites.

Le monde de référence que nous venons de décrire est un monde de relative stabilité des prix et des taux d'intérêt. Il correspond à peu près à ce que l'on a pu connaître au XIX^e siècle. Malheureusement, le monde moderne est fort différent. En effet, tout d'abord, l'accumulation de capital est découragée par les excès de la fiscalité et il en résulte la tentation de trouver de manière artificielle l'épargne susceptible de répondre à la demande des investisseurs. Par ailleurs – et cela constitue l'un des très graves problèmes économiques de notre époque – le taux d'intérêt n'est plus déterminé uniquement par le marché des fonds prêtables, mais il est devenu un instrument de la politique monétaire. La création monétaire est entre les mains des autorités publiques et celles-ci déterminent le taux d'intérêt, soit directement, soit indirectement par les achats et les ventes d'actifs financiers de la banque centrale. Il en résulte qu'un écart plus ou moins important peut exister entre le taux d'intérêt résultant de la politique monétaire et le taux d'intérêt qui reflète la rareté relative de l'épargne prêtable, celui qui serait déterminé par les désirs des prêteurs et des emprunteurs.

Cette détermination « politique » du taux d'intérêt est au cœur de ce que l'on appelle la « théorie autrichienne du cycle économique », ainsi nommée parce qu'elle a été développée par deux célèbres économistes d'origine autrichienne, Ludwig von Mises et Friedrich Hayek. Malheureusement, cette théorie reste largement inconnue. Dans l'espoir de stimuler l'activité économique et l'investissement, les autorités monétaires pratiquent donc une « politique d'argent bon marché », c'est-à-dire que la politique monétaire est expansionniste et les taux d'intérêt sont faibles. À notre époque, en effet, toute création monétaire résulte d'une création de crédit. Dans la mesure où l'épargne est insuffisante pour financer à la fois l'investissement privé et les déficits publics, les autorités monétaires sont tentées d'ouvrir les vannes du crédit bancaire avec, en contrepartie, une création monétaire. Corrélativement, le taux d'intérêt diminue. Cette baisse du taux d'intérêt est totalement artificielle puisqu'elle laisse croire que l'épargne prêtable est plus abondante qu'elle ne l'est en réalité. Ce faisant, les autorités publiques donnent donc une information erronée aux marchés. Ainsi, non seulement les autorités publiques n'ont pas une meilleure information que les marchés, comme nous l'avons souligné précédemment, mais en outre elles créent de mauvaises informations et elles modifient en conséquence les comportements des agents économiques. En effet, le taux d'intérêt étant bas, les emprunteurs sont incités à emprunter plus, pour financer des investissements, pour

acheter des actifs financiers ou pour acheter des logements (cas des États-Unis ou de l'Espagne au début du XXI^e siècle).

C'est ainsi que naissent les « bulles financières » ou les « bulles immobilières ». On a tendance à les considérer comme le produit du comportement irrationnel des investisseurs qui auraient une attitude moutonnaire : ainsi une augmentation des cours d'actions serait interprétée comme l'indice d'une augmentation indéfinie de ces cours, incitant les investisseurs à accroître leurs demandes d'actifs, ce qui fait monter les cours, etc. C'est au fond ce qu'Alan Greenspan a appelé « l'exubérance irrationnelle » des marchés. Mais on doit analyser les choses de manière très différente : la politique monétaire et la politique de crédit expansionnistes font croire que l'épargne est beaucoup plus abondante qu'elle ne l'est en réalité. Ceci est d'ailleurs d'autant plus faux que, précisément, la baisse du taux d'intérêt réduit l'offre de fonds prêtables, ce qui accroît l'écart entre le taux d'intérêt effectif et celui qui correspondrait à l'équilibre entre offre et demande de fonds prêtables volontaires.

Bien sûr, on pourrait souhaiter que les agents économiques comprennent mieux ce qui se passe et qu'ils réalisent le caractère artificiel et temporaire de la baisse des taux d'intérêt. Mais cette compréhension est difficile à obtenir et c'est pourquoi il serait correct de dire non pas que les agents économiques sont irrationnels, mais qu'ils sont rationnels compte tenu de l'information – très incorrecte – qu'ils ont. Et si l'information est incorrecte c'est à cause de la politique monétaire des autorités monétaires. Il est donc absolument faux de dire que le libre fonctionnement des marchés financiers fait apparaître des « bulles » parce que les marchés sont « court-termistes » et que les agents économiques sont irrationnels, ce qui justifierait la « régulation » par des autorités publiques à la fois rationnelles et bien informées. Ce qui se passe est bien différent : il y a destruction d'information par les autorités publiques, précisément parce qu'elles sont « court-termistes », c'est-à-dire que, du fait de l'existence d'un horizon court dans le monde politique (horizon des élections), les gouvernants sont tentés de créer des apparences – l'apparence du crédit facile et de la relance de l'activité – au prix de désordres futurs. Les uns et les autres sont rationnels : les gouvernants le sont en choisissant de créer des illusions dans le court terme, les agents économiques le sont en agissant en fonction de l'information qu'ils possèdent et dont la qualité a été détériorée par l'action étatique. La solution à ces désordres ne réside évidemment pas dans un accroissement de l'intervention étatique sous prétexte de régulation, mais dans le refus de toute interférence étatique dans le fonctionnement des marchés et dans la création monétaire.

3. La crise financière des années 2007-2008

La crise financière de notre époque nous semble une parfaite illustration de ce que nous venons de décrire rapidement. Comme on l'a déjà montré, la banque centrale américaine, la Fed, a introduit une extraordinaire instabilité dans les taux d'intérêt qui est à l'origine des difficultés du présent. Il serait absolument inimaginable que l'on puisse enregistrer une telle variabilité des taux d'intérêt si l'on était dans un monde où les marchés financiers pouvaient fonctionner librement, sans intervention des autorités publiques. Jamais, au XIX^e siècle – un siècle assez proche de notre modèle de référence - de telles fluctuations n'auraient été possibles : les taux d'intérêt ont varié très lentement et dans des marges extrêmement étroites.

Au cours de toute la période de bas taux d'intérêt (2001-2004), il y a eu une croissance monétaire considérable aux États-Unis. Mais celle-ci ne s'est pas tellement traduite par une augmentation des prix à la consommation, de telle sorte que les autorités et l'opinion n'ont pas été alertées par un phénomène inflationniste, généralement défini à partir de l'indice des prix à la consommation. L'expansion des crédits et de la masse monétaire a plutôt servi à des achats d'actifs financiers et à des achats de logements (y compris les « subprimes ») : il y a eu création d'une bulle financière et d'une bulle immobilière.

Ce processus a été aggravé par deux phénomènes qui mettent eux aussi en cause l'intervention étatique et le rôle de l'opinion publique. Tout d'abord, des pressions très fortes ont été exercées aux États-Unis sur les établissements de crédit pour qu'ils acceptent d'accorder des crédits à des ménages qui ne donnaient pas des garanties de solvabilité suffisantes, sous peine d'être accusés de discrimination. La Fed elle-même a émis un manuel à l'intention des banques dans lequel on récusait l'utilisation de critères « démodés », parmi lesquels le rapport montant du remboursement/revenus ou l'historique des précédents crédits du demandeur. Le Department of Justice a même poursuivi pour discrimination des organismes de crédit qui avaient refusé d'accorder des crédits, comme si le rôle de ces organismes n'était pas, précisément, de discriminer entre ceux à qui l'on peut faire crédit et ceux à qui l'on doit le refuser ! On en est venu à considérer, sous la suggestion de la Fed, que les emprunteurs donnaient des garanties suffisantes s'ils s'engageaient à participer à des programmes de « conseil en crédit » ! Ceci a accru le problème des « subprimes ». Or, comme une grande partie de ces prêts étaient à taux variable, les emprunteurs ont eu du mal à honorer leurs engagements lorsque les taux sont remontés. On a ainsi délibérément trompé des personnes a priori mal informées sur le fonctionnement des marchés financiers et sur les risques encourus.

Mais, dira-t-on peut-être, les banquiers, pour leur part, auraient dû être plus prudents car c'est tout de même leur métier que d'apprécier le fonctionnement des marchés financiers. Ceci est certes vrai et signifie que personne n'est à l'abri des erreurs (et c'est pourquoi il serait d'autant plus souhaitable d'éviter de fournir de fausses informations). Mais il faut ajouter cependant que les banquiers ont été

incités à prendre plus de risques qu'il n'aurait été sage de le faire, parce que l'expérience leur avait appris que les autorités monétaires seraient prêtes à les sauver si d'aventure les risques pris étaient trop importants. Et c'est précisément ce qui s'est passé puisqu'une série de mesures ont été prises aux États-Unis en 2008 pour éviter la faillite de plusieurs grands établissements bancaires et financiers. Cette pratique incitera à nouveau dans le futur les banques et les établissements financiers à prendre des risques excessifs, si une politique d'argent facile était mise en œuvre.

4. BCE et Fed : les réponses à la crise

La crise financière de 2007-2008 a d'abord été un phénomène américain, car c'est aux États-Unis qu'a été menée la politique monétaire la plus déstabilisante. La Banque centrale européenne (BCE), pour sa part, a mené à juste titre une politique monétaire beaucoup plus prudente et plus stable. On doit l'en féliciter, d'autant plus qu'elle a été constamment soumise à des pressions politiques, venues en particulier de France, pour pratiquer une politique de « soutien à l'activité économique » plus vigoureuse. On lui a reproché et on lui reproche toujours de ne porter intérêt qu'à l'inflation sans se préoccuper de la croissance économique. Mais ces critiques ne sont pas justifiées et c'est la BCE qui a raison, d'une part parce qu'elle a un mandat clair et unique, celui d'empêcher l'inflation, d'autre part parce que c'est une illusion de penser qu'on peut relancer l'activité économique de manière durable par une politique monétaire expansionniste. Ce que l'on obtient à plus ou moins long terme ce n'est pas plus de croissance, mais plus d'instabilité et une mauvaise structure de production, par exemple en incitant à de mauvais investissements qui semblent rentables avec un faible taux d'intérêt, alors qu'ils ne le sont pas réellement.

Il y a, de ce point de vue, une différence fondamentale entre les États-Unis, d'une part, et la France – ou certains autres pays européens – d'autre part. Aux États-Unis on a fondamentalement des facteurs de croissance importants sur le long terme parce que les obstacles fiscaux et réglementaires sont moins lourds qu'en France ou dans la plupart des pays d'Europe, frappés d'« eurosclérose ». De ce point de vue, on peut être optimiste sur la croissance à long terme des États-Unis. Celle-ci rencontre seulement des accidents de parcours, dus à une politique monétaire déstabilisante de la part des autorités monétaires. Mais, alors que la crise économique est conjoncturelle et financière aux États-Unis, la crise économique est durable et réelle en France et dans une partie de l'Europe. Elle tient au fait que les excès de fiscalité et de réglementations (en particulier en ce qui concerne le marché du travail) tuent les incitations à produire, à travailler, à épargner et à investir. Une politique monétaire plus expansionniste ne supprimerait pas ces obstacles à la croissance. Il y faudrait des réformes radicales et rapides de la fiscalité et des lois et règlements.

Certes, la crise conjoncturelle américaine a eu des répercussions en-dehors des États-Unis parce que, dans l'univers heureusement mondialisé où nous sommes, les systèmes bancaires et financiers sont interdépendants. C'est ainsi que des banques françaises, détenant des avoirs américains, souffrent des pertes qui en résultent. C'est par ce canal, plus que par le canal des échanges commerciaux, qu'une interdépendance conjoncturelle peut exister entre tous les pays.

On reproche donc à la BCE – à tort selon nous – de résister aux pressions politiques en faveur d'une politique monétaire plus expansionniste (alors que le taux d'inflation dans la zone euro est tout de même de 3 % environ, ce qui n'est pas négligeable). Mais on se félicite par ailleurs – à tort également - que la Fed ait baissé les taux d'intérêt à plusieurs reprises (en janvier 2008 l'objectif de la Fed concernant le taux des fonds fédéraux - qui était encore de 4,75 % en septembre 2007 - est passé à 3,5 % et en décembre 2008 l'objectif a été situé dans une fourchette comprise entre 0 % et 0,25 % !). Une telle baisse est hautement contestable car elle risque fort de relancer un nouveau cycle financier. La crise actuelle a été le résultat d'une baisse excessive des taux d'intérêt et de la création d'illusions sur le marché des fonds prêtables. Il en a résulté une bulle financière et une bulle immobilière. Ces bulles ont éclaté et l'on est dans un processus d'ajustement des investissements, des cours des actions et des constructions de logements. Il faut laisser ce processus se faire. Baisser les taux d'intérêt c'est à nouveau risquer de créer de fausses informations et d'orienter les activités dans des directions qui ne sont pas tenables à terme. Malheureusement, on ne revient pas sur le passé et il faut supporter les conséquences des erreurs passées. Le coût peut en paraître élevé, mais il est plus honnête de le laisser apparaître que d'essayer de le masquer temporairement pour le voir réapparaître, encore plus important, dans quelque période future.

5. Le FMI et la Banque mondiale peuvent-ils stopper la crise ?

Beaucoup de gens affirment qu'il faut à présent davantage de coopération internationale et une « régulation » mondiale des institutions financières. Ils pensent que la crise a montré que le marché était incapable de s'ajuster par lui-même, et que les autorités ont donc la responsabilité de stabiliser le secteur financier. Et puisque la crise est une crise internationale, ils considèrent que la réponse à la crise doit également être une réponse internationale. Certains rêvent même de transformer le FMI en une banque centrale mondiale. En réalité, il ne faut pas accroître le rôle du FMI et de la Banque mondiale ou en modifier les structures et les modes d'action. Il faut les supprimer.

En effet, comme nous l'avons vu, la crise actuelle est principalement due non pas à l'instabilité fondamentale des marchés, mais à l'instabilité fondamentale de la politique monétaire, plus précisément celle de la Réserve fédérale américaine.

Durant toute la période de taux d'intérêts faibles, le monde a été submergé de liquidités et les banques trouvaient de fabuleuses opportunités d'étendre leurs crédits et de faire des profits. Or, sur un marché avec beaucoup de participants, si une entreprise ou une banque fait une erreur, cette erreur a une portée limitée. Mais les États de grande dimension font des erreurs de grande dimension, et plus le poids de l'État est important, plus l'impact des erreurs étatiques l'est également. Si un jour nous avons une politique monétaire conçue – ou du moins coordonnée – par le FMI à l'échelle de toute la planète, nous devrions alors courir le risque d'avoir la pire instabilité mondiale possible.

En outre, le FMI et la Banque mondiale fournissent des ressources à certains pays, soit sous le prétexte de résoudre un prétendu « problème de balance des paiements » – bien qu'un tel problème ne peut en réalité jamais se poser – soit parce qu'ils supposent que ces pays ont un besoin de financement extérieur pour financer leur croissance. Mais les ressources financières du monde sont limitées. Celles qui sont distribuées par le FMI et la Banque mondiale ne sont dès lors plus disponibles pour d'autres usages décidés par des personnes responsables.

Compte tenu de ce que nous venons de rappeler sur l'origine de la crise financière – à savoir le fait qu'elle a été causée principalement par les autorités publiques et par l'instabilité de la politique monétaire – attendre de la coopération internationale, par exemple dans le cadre du G8, qu'elle résolve la crise financière, s'apparente à demander au pyromane d'éteindre l'incendie.

Cependant, puisque les erreurs commises par les fonctionnaires sont des erreurs de grande taille, il semble que les États sont les seules institutions à avoir les moyens suffisants pour résoudre d'aussi gigantesques problèmes. Par exemple, ils peuvent rapidement organiser un système de garantie de crédit pour les banques (peut-être en utilisant la méthode trop facile de politiques monétaires expansionnistes).

Nous devons admettre que, compte tenu de la situation économique et des dispositions institutionnelles actuelles, les États et les banques centrales peuvent avoir un rôle à jouer pour restaurer la confiance dans le système de crédit. Il aurait cependant été préférable qu'un système de garantie du crédit ait été mis en place par les banques elles-mêmes, ce qui aurait impliquer également un système de contrôle mutuel de leur part. Elles l'auraient certainement fait par le passé si les banques centrales et les États n'avaient pas toujours plus ou moins promis de jouer le rôle de « prêteurs en dernier ressort ».

Mais en fait, qu'est-ce que les États peuvent faire ? Ils savent comment augmenter les impôts, comment priver les gens de leur propriété légitime, comment créer de nouvelles réglementations, ou comment créer trop de monnaie. Mais nous n'avons pas besoin de tout cela. Une intervention du G8 – ou toute autre coopération internationale – implique un risque : davantage d'institutions financières seraient

totalément ou partiellement nationalisées, et davantage de réglementation prévaudrait. Il ne faut pas non plus oublier le risque qu'afin de sauver certaines institutions financières ou d'essayer de stimuler l'économie, trop de monnaie soit émise, déclenchant ainsi un nouveau cycle de croissance (illusoire) de la monnaie et du crédit. Cela pourrait donner l'impression, à court terme, que la crise financière est – du moins en partie – réglée. Mais cela impliquerait un risque à long terme en empêchant les marchés financiers de jouer leur rôle stabilisateur et leur rôle dans le financement de la croissance dans le monde.

En réalité, il faudrait plutôt les deux choses suivantes :

- éviter les politiques monétaires déstabilisatrices (à la limite, il serait nécessaire d'empêcher les banques centrales de créer des liquidités) ;
- permettre aux individus d'accumuler davantage d'épargne volontaire, notamment sous la forme de fonds propres (en particulier d'actions), ce qui constitue le fondement de la responsabilité.

Un actionnaire est responsable, puisqu'il sait qu'il devra supporter les conséquences de ses décisions, alors qu'une autorité publique est certainement plus irresponsable : elle ne subit pas de pertes suite à ses mauvaises décisions (comme le montre par exemple le fait que la Fed, ainsi que son ancien président et son équipe, ne souffrent pas des mauvaises décisions qu'ils ont prises par le passé). Permettre aux individus d'épargner impliquerait à son tour une politique fiscale qui serait moins hostile envers l'épargne et l'accumulation de capital que ce qui est actuellement le cas dans la plupart des pays.

Le grand problème économique de notre époque provient du fait que les autorités monétaires ont le pouvoir de créer du crédit à partir de rien (simplement en créant de la monnaie) de sorte qu'une grande part des investissements à travers le monde est financée par des illusions. Et les illusions ne peuvent pas durer éternellement : elles se terminent en crise. Le financement par l'épargne volontaire, notamment par actions, plutôt que par des crédits fondés sur une création artificielle de monnaie, constitue la solution de long terme.

6. L'illusion de la relance économique

La crise financière mondiale, qui atteint un grand nombre de pays dans le monde, se traduit maintenant par un ralentissement de l'activité économique, ce qui inquiète l'opinion. Les gouvernements essaient donc de répondre à cette inquiétude par la mise en œuvre de « plans de relance ». S'ils restaient totalement passifs, on ne manquerait pas de le leur reprocher, dans la mesure où tous les citoyens ont été éduqués dans l'idée que les pouvoirs politiques avaient le devoir essentiel de veiller à la prospérité et qu'ils en avaient les moyens. L'État moderne, est-il généralement

admis, est en charge de la politique de stabilisation et de la politique de croissance et nul autre que lui – en tout cas pas le « marché » – n'en aurait la possibilité. Pourtant, malgré l'opinion dominante, pour sortir de la crise il faut s'en remettre aux capacités d'ajustement des marchés. Mais l'action politique est à la fois simple à comprendre et dramatique : il est à la limite totalement indifférent pour un homme politique que les mesures de relance adoptées soient efficaces, car les phénomènes économiques sont tellement complexes qu'il sera de toutes façons impossible à l'opinion de savoir dans quelle mesure les décisions adoptées auront joué un rôle positif ou négatif. Comment apprécier dans le futur si la croissance aurait été plus ou moins forte en l'absence des mesures de politique économique qui sont prises actuellement ?

Tout ce qui intéresse un dirigeant politique pour le moment étant de « faire quelque chose », cela lui est d'autant plus facile que l'on croit disposer d'une règle simple, inspirée de la théorie keynésienne : pour relancer l'activité économique, il faut accroître la demande globale et, pour cela, il faut soit augmenter les dépenses publiques, soit relancer la consommation, soit encore créer de nouvelles liquidités monétaires. Malheureusement, ce genre de solutions auraient pour conséquence d'empirer la situation, car c'est la désastreuse politique monétaire de la Fed (pendant toute la période de bas taux d'intérêt, de 2002 à 2005) qui a causé la crise et qui a conduit à des modifications profondes dans les structures productives. Le sur-investissement massif dans certains secteurs – par exemple le logement, mais aussi d'autres secteurs – est devenu apparent lorsqu'on est revenu à des conditions monétaires plus réalistes. Le problème auquel nous sommes confrontés n'est donc pas un problème global – que l'on pourrait résoudre, par exemple, en augmentant la demande globale – mais un problème sectoriel.

La crise actuelle joue le rôle nécessaire de rétablir les équilibres en revenant vers les structures productives qui auraient prévalu en l'absence de l'instabilité d'origine monétaire. Ainsi, les faillites contribuent à cet assainissement en permettant de mettre fin à des gaspillages de ressources dus à de mauvais choix d'investissement et de gestion. Contrairement à ce que l'on a tendance à penser, elles sont créatrices et non destructrices : le maintien des entreprises en difficulté perpétuerait les mauvais choix, alors que les faillites permettent de transférer leurs actifs vers des propriétaires et managers qui sauront mieux les utiliser. C'est pourquoi la meilleure politique de relance consiste à laisser les marchés remplir leur rôle dans les ajustements économiques, autrement dit à les laisser s'ajuster vers une situation plus normale, notamment en laissant les entreprises qui ont été les plus mal gérées faire faillite, de manière à ce que leurs actifs soient rachetés par des propriétaires et gestionnaires plus efficaces. Ce processus d'ajustement est coûteux et il aurait été préférable de ne pas avoir à en passer par là (ce qui serait le cas avec une politique monétaire moins déstabilisatrice). Mais nous ne pouvons pas refaire le passé...

Les plans de relance ne s'attaquent pas au bon problème et il est fortement probable qu'ils ne feront que ralentir le processus d'ajustement des marchés. De ce point de vue, nous ne pouvons qu'être inquiets en constatant que la Fed a d'ores et déjà décidé d'abaisser son taux cible pour les fonds fédéraux à un niveau incroyablement faible, proche de 0 %, engendrant ainsi le risque d'un nouveau cycle de taux d'intérêt faibles, d'expansion monétaire excessive et de mauvais investissements.

Aux États-Unis, le plan de relance de Barack Obama comprend davantage de dépenses publiques, des plans de sauvetage de certaines entreprises (telles que des sociétés financières ou des fabricants de voitures), et des baisses d'impôts. Le déficit plus important que cela va causer impliquera un transfert de ressources (nécessairement limitées) d'investissements privés vers le financement arbitraire de certains grands projets publics qui sont décidés uniquement pour dépenser de l'argent (sous prétexte de stimuler la demande globale) plutôt que sur la base de leurs mérites respectifs.

Les dépenses publiques – financées soit par la dette publique soit par les impôts – ne créent pas de nouvelles richesses ; elles ne consistent qu'à prendre à certains la richesse qu'ils ont créée afin de l'utiliser pour acquérir des biens choisis arbitrairement par les politiciens et les bureaucrates. Dans ce sens il n'y a pas d'effet de relance, mais bien plutôt le contraire, et le plan d'Obama – de même que tous les autres plans de relance actuellement discutés – devrait plutôt être appelé « plan de récession ». Pour ce qui est des baisses d'impôts, Obama a promis de baisser l'impôt sur le revenu pour 95 % des Américains, ce qui serait très bien (s'il peut jamais y parvenir). Mais cela serait très bien non pas parce que c'est censé accroître la consommation – étant donné que la croissance nécessite l'accumulation de capital, soit de l'épargne et non de la consommation – mais parce que cela introduirait davantage d'incitations à travailler plus, épargner plus, engager davantage de salariés, etc.

Malheureusement, Obama prévoit d'augmenter les taux d'imposition marginaux sur les hauts revenus. Comme l'expérience de divers pays à travers le monde nous l'a clairement montré ces dernières années, à chaque fois que ces taux sont augmentés, il y a un ralentissement de l'activité économique. La raison en est que dans n'importe quelle société, toutes les personnes sont interdépendantes : si l'on décourage un entrepreneur d'investir et de créer de nouveaux emplois, cela entraîne un taux de croissance plus faible et un taux de chômage plus élevé.

Il est donc paradoxal et même tragique que, d'une part, l'on attribue la crise financière et économique au fonctionnement libre des marchés - alors qu'elle a été provoquée par une mauvaise politique monétaire - et que, d'autre part, l'on attende maintenant des solutions de la politique économique, alors qu'il conviendrait de faire confiance aux marchés ! Compte tenu du matraquage idéologique auquel est soumise l'opinion, on comprend que les hommes politiques soient tentés de se

précipiter dans la brèche ainsi ouverte, ce qui leur permet d'apparaître comme des sauveurs. Mais les victimes en seront les citoyens eux-mêmes. Les États décident actuellement, un peu partout dans le monde, de « mobiliser » des centaines de milliards d'euros pour sauver des banques en faillite, pour aider des entreprises en difficulté, pour accroître artificiellement le pouvoir d'achat, alors qu'ils ne savent absolument pas quels ajustements sont nécessaires dans les structures productives afin de retrouver des situations d'équilibre. Mais ce faisant, ils ne créent aucune richesse, ils ne font que déplacer les richesses créées par les citoyens. Pour financer ces folles dépenses, ils ont recours à l'impôt - diminuant d'autant le pouvoir d'achat des citoyens - ou à l'emprunt - limitant alors les ressources nécessaires à l'investissement.

Ne se trouvera-t-il pas un grand dirigeant politique pour affirmer : « Je n'ai pas la prétention de savoir comment sortir de la crise, les marchés le savent mieux que moi, et je préfère donc m'en remettre à la sagesse des hommes » ?